

上周豆粕震荡探底 预计下方空间有限

主要观点

行情回顾。上周外盘美豆和内盘连粕均呈偏弱走势。受南美种植天气改善，播种进度加快，以及中美谈判持续，美豆出口前景不明的利空影响，外盘美豆价格承压下行。国内方面，近期油脂板块偏强，油厂压榨利润较高，盘面做多油粕比套保，叠加外盘美豆价格不断下行，均对豆粕形成短期利空，因此上周连粕震荡下行探底。

基本面分析。供给方面，天下粮仓预计11、12月份我国进口大豆到港分别为810.85和930万吨，远高于去年同期的1110万吨，但考虑中美关系的反复变化，远期大豆进口量不确定性仍较大。库存方面，以往三季度南美大豆集中进口窗口期结束后，10-11月份大豆和豆粕库存将处于季节性回落阶段，12月份库存有望企稳。需求方面，农业部监测数据显示，10月份生猪存栏环比下降0.6%，能繁母猪环比增长0.6%。10月份全国年出栏5000头以上规模猪场生猪存栏环比增长0.5%，能繁母猪存栏环比增长4.7%，规模猪场生猪存栏和能繁母猪存栏均已连续两个月环比增长。预计2019年底生猪存栏有望止跌回升，力争2020年底生猪存栏基本恢复到常年80%左右水平。因此虽目前仍未有非洲猪瘟疫苗上市，生猪复养难度较大，但利润及政策刺激养殖热情，饲料或已过阶段性需求低点，长期看饲料需求有望好转。

后市展望。基本面方面，目前我国沿海油厂大豆及豆粕库存均不及去年同期一半水平，后期大豆进口仍取决于中美关系，不确定性较大。需求方面，高养殖利润叠加生猪养殖扶持政策刺激，10月我国生猪存栏环比降幅明显收窄，能繁母猪存栏止跌回升，下游需求或已过阶段性需求低点，豆粕需求长期来看有望好转。短期内受油脂板块偏强以及南美大豆播种天气改善影响，国内连粕随外盘美豆价格偏弱运行，但考虑目前我国豆粕库存处于历史同期较低水平，以及生猪存栏环比有望上涨等因素，预计豆粕下方空间有限，轻仓试多为主。

报告日期 2019-11-25

研究所

王雅静

农产品期货分析师

从业资格号：F3051635

电话：010-84183054

邮件：wangyajing@guodu.cc

主力合约行情走势



目 录

一、行情回顾	4
二、基本面分析	4
(一) 供需分析	4
(二) 天气分析	6
三、基差与价差套利	7
四、后市展望	8

插图

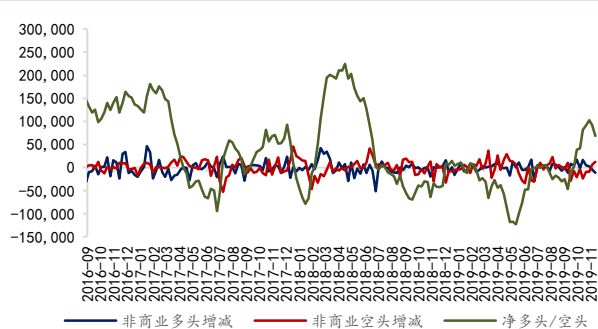
图 1 主力合约走势.....	4
图 2 美豆 CFTC 基金持仓	4
图 3 连豆主力持仓量及成交量.....	4
图 4 连粕主力持仓量及成交量.....	4
图 5 国内大豆库存量.....	5
图 6 国内豆粕库存量	5
图 7 国内饲料年产量及增速	5
图 8 国内饲料产量季节性规律	5
图 9 生猪养殖利润	6
图 10 生猪存栏同比及环比变化	6
图 11 能繁母猪存栏同比及环比变化	6
图 12 进口大豆升贴水.....	6
图 13 进口大豆到港成本.....	6
图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率.....	6
图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量.....	7
图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度.....	7
图 17 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量	7
图 18 未来 15 天阿根廷大豆主产区温度	7
图 19 豆粕主力合约基差.....	8
图 20 豆粕 1-5 价差.....	8
图 21 油粕比值.....	8
图 22 豆菜粕价差.....	8

一、行情回顾

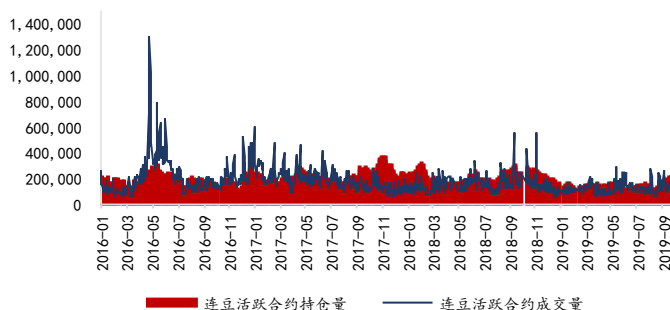
上周外盘美豆和内盘连粕均呈偏弱走势。受南美种植天气改善，播种进度加快，以及中美谈判持续，美豆出口前景不明的利空影响，外盘美豆价格承压下行。国内方面，近期油脂板块偏强，油厂压榨利润较高，盘面做多豆粕比套保，叠加外盘美豆价格不断下行，均对豆粕形成短期利空，因此上周连粕震荡下行探底。截至上周五收盘，美豆主力报收895.6美分/蒲，周收涨-2.42%。豆粕主力报收2744元/吨，周收涨-0.76%。

图1 主力合约走势

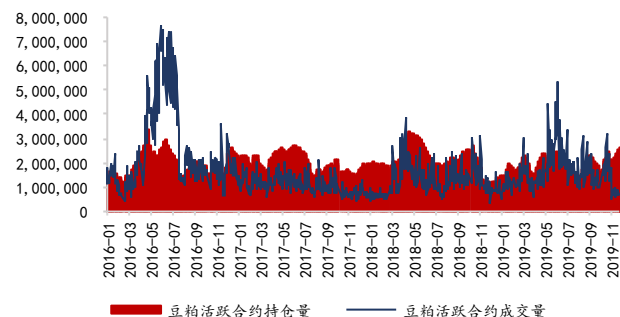

数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 美豆 CFTC 基金持仓


数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 连豆主力持仓量及成交量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 连粕主力持仓量及成交量


数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基本面分析

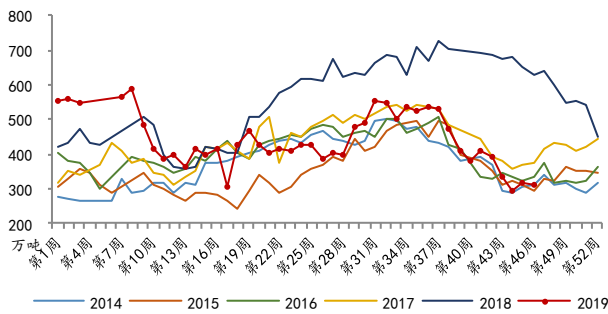
(一) 供需分析

供给方面，进口不确定性较大，库存处于季节性回落阶段。海关总署数据显示，10月份我国大豆进口618.1万吨，环比下降24.6%，同比下降10.7%。1-10月份大豆累计进口7069.1万吨，同比下滑8.1%。通产三季度南美大豆集中进口窗口期结束后，四季度为美豆集中进口阶段，天下粮仓预计11、12月份我国进口大豆到港分别为810.85和930万吨，远高于去年同期的1110万吨，但考虑中美关系的反复变化，远期大豆进口量不确定性仍较大。库存方面，以往三季度南美大豆集中进口窗口期结束后，10-11月份大豆和豆粕库存将处于季节性回落阶段，12月份库存有望企稳。第46

周国内沿海油厂大豆库存310.56万吨，环比增加2.46%，同比下降51.37%，国内沿海油厂豆粕库存35.51万吨，环比下降13.83%，同比下降65.44%。

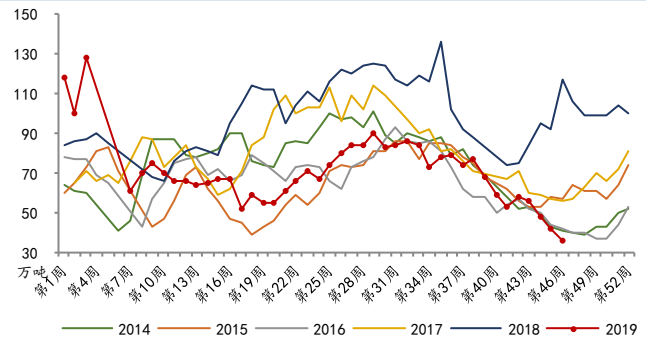
需求方面，利润及政策刺激养殖热情，饲料需求有望逐渐增长。农业部监测数据显示，10月份生猪存栏环比下降0.6%，能繁母猪环比增长0.6%。10月份全国年出栏5000头以上规模猪场生猪存栏环比增长0.5%，能繁母猪存栏环比增长4.7%，规模猪场生猪存栏和能繁母猪存栏均已连续两个月环比增长。主要是目前生猪及能繁母猪存栏下降近4成，猪肉供需偏紧，生猪价格处于历史高位，目前自繁自养生猪养殖利润最高触及3000元/头以上。同时各地不断有生猪生产扶持政策出台，高养殖利润叠加政策支持刺激养殖补栏热情。农业农村部预计2019年底前生猪存栏有望止降回升，力争2020年底生猪存栏基本恢复到常年80%左右水平。因此虽目前仍未有非洲猪瘟疫苗上市，生猪复养难度较大，但利润及政策刺激养殖热情，饲料或已过阶段性需求低点，长期看饲料需求有望好转。

图5 国内大豆库存量



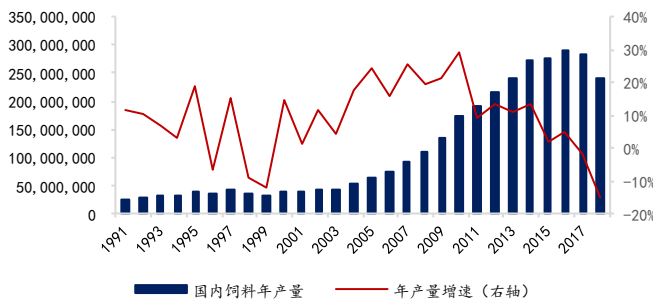
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 国内豆粕库存量



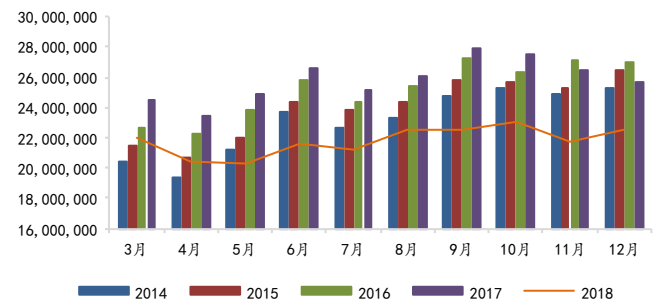
数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 国内饲料年产量及增速



数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 国内饲料产量季节性规律



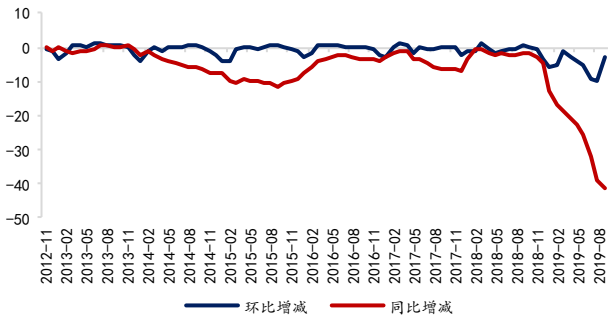
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 9 生猪养殖利润



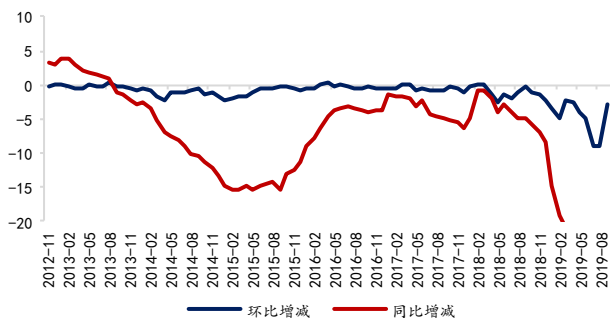
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 生猪存栏同比及环比变化



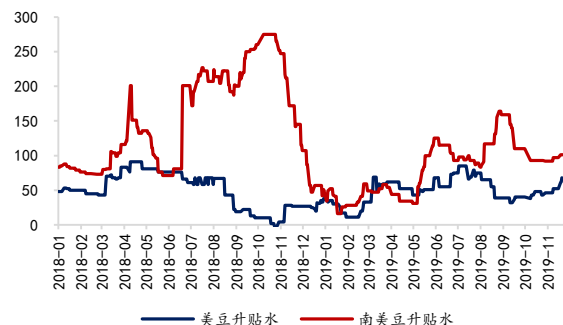
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 能繁母猪存栏同比及环比变化



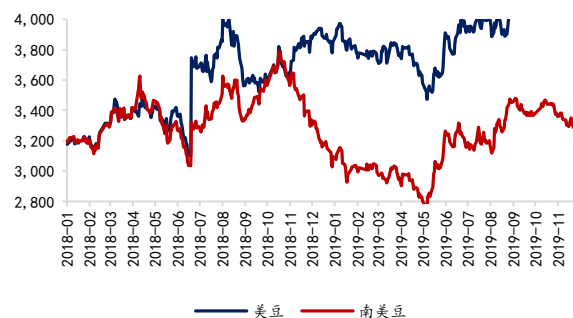
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 进口大豆升贴水



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 进口大豆到港成本



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 美元兑人民币及雷亚尔汇率



数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 天气分析

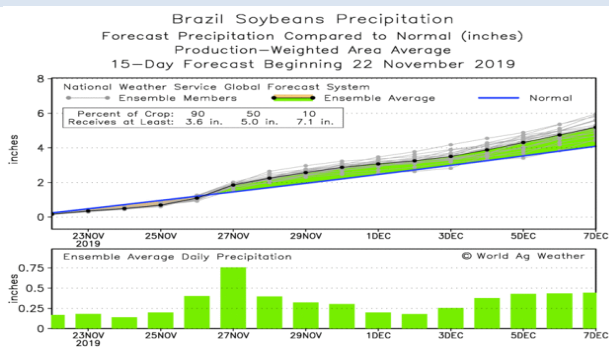
目前美豆接近收割尾声。上周USDA在每周作物生长报告中公布,截至11月17日当周,美豆收割率为91%,符合市场预期,去年同期为91%,

五年均值为95%。天气预报显示下周美豆主产区温度围绕正常水平波动，天气对后市大豆收割影响较小。

目前南美大豆处于播种阶段。AgRural预计，截至11月14日，巴西2019/20年度大豆已播67%，低于去年同期的82%和历史均值的70%。未来15天巴西大豆主产区有90%可获得至3.6英寸降雨量，50%可获得至少5.0英寸降雨量，10%可获得至少7.1英寸降雨量。整体来看，降雨量略高于正常水平，温度围绕正常水平波动，目前天气对大豆种植较为有利。

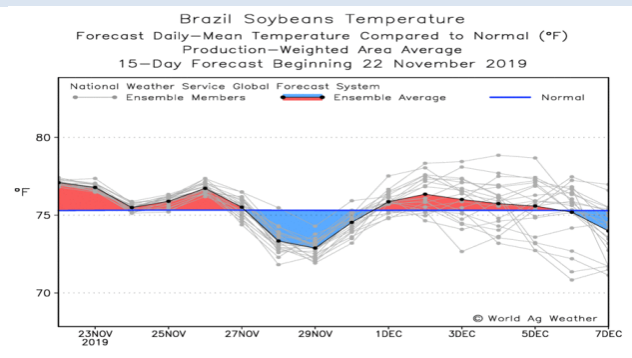
布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计，阿根廷2019/20年度大豆种植面积上修10万至1770万公顷，因种植玉米意愿下降。截至11月20日，大豆已播31.3%，略高于去年同期1.7个点，因上周天气和降雨良好推动中心产区播种。未来15天阿根廷大豆主产区有90%可获得至2.8英寸降雨量，50%可获得至少3.5英寸降雨量，10%可获得至少3.7英寸降雨量。略高于正常水平。未来15天降雨量略高于正常水平，温度围绕正常水平波动，阿根廷天气对当前大豆种植也比较有利。

图 15 未来 15 天巴西大豆主产区降雨量



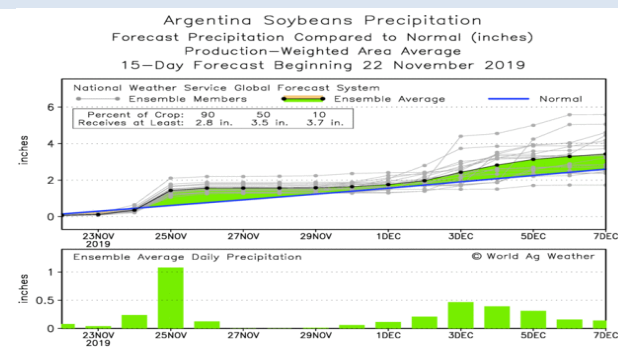
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 16 未来 15 天巴西大豆主产区温度



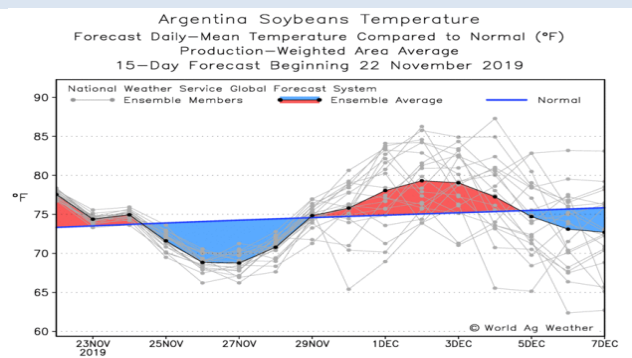
数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 17 未来 15 天阿根廷大豆主产区降雨量



数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

图 18 未来 15 天阿根廷大豆主产区温度



数据来源: World Ag Weather、国都期货研究所

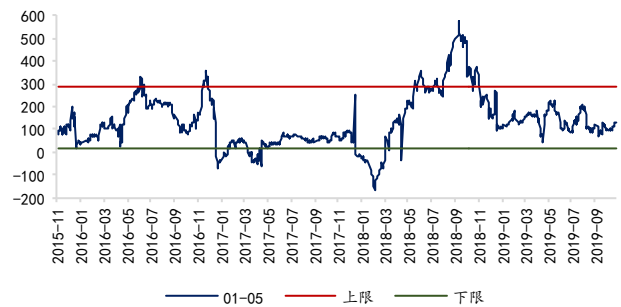
三、基差与价差套利

油粕比方面，减产叠加政策提振需求，10月以来棕榈油盘面大涨，带动油脂板块整体偏强运行，目前来看油脂板块基本面仍强于粕类，预计短

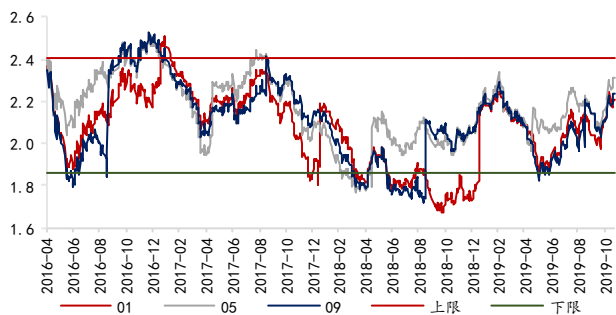
期仍维持油强粕弱走势，建议油粕比多单持有。目前主力合约豆菜粕价差处于历史正常区间内，暂且观望。

图 19 豆粕主力合约基差

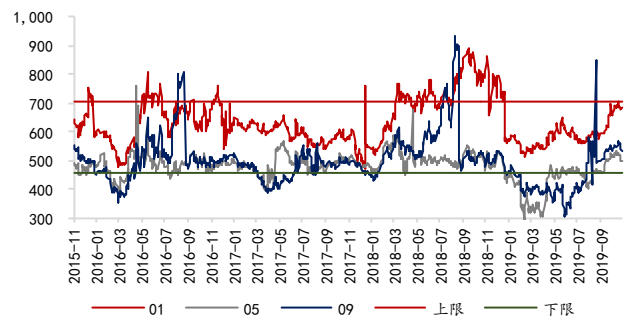

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 20 豆粕 1-5 价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 油粕比值


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 豆菜粕价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

四、后市展望

基本面方面，目前我国沿海油厂大豆及豆粕库存均不及去年同期一半水平，后期大豆进口仍取决于中美关系，不确定性较大。需求方面，高养殖利润叠加生猪养殖扶持政策刺激，10月我国生猪存栏环比降幅明显收窄，能繁母猪存栏止降回升，下游需求或已过阶段性需求低点，豆粕需求长期来看有望好转。短期内受油脂板块偏强以及南美大豆播种天气改善影响，国内连粕随外盘美豆价格偏弱运行，但考虑目前我国豆粕库存处于历史同期较低水平，以及生猪存栏环比有望上涨等因素，预计豆粕下方空间有限，轻仓试多为主。

分析师简介

王雅静，对外经济贸易大学金融学硕士，现任农产品期货分析师。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自海内外一流名校，具有丰富的衍生品研究、投资经验。坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，以基本面研究为基础，结合宏观趋势和产业研究，国都期货力求为客户提供全方位的专业投研服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，欢迎致信国都信箱(yffwb@guodu.cc)告诉我们您对本报告的想法。

本报告所有信息均建立在可靠的资料来源基础上，但国都期货有限公司不担保其准确性或完整性。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，国都期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，国都期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

我们力求为您提供精确的数据、客观的分析和全面的观点，但我们必须声明，本报告仅反映编写人的判断及分析，本报告所载的观点并不代表国都期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

本报告并不提供量身定制的投资建议，报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-84183058。